

Secondary Offering – Haftungsfreistellung bei der Umplatzierung von Aktien aus der Sicht der Praxis

Edith Hlawati/Christian Thaler

- 1. Problemstellung**
- 2. Umplatzierung und Prospekthaftung**
 - 2.1 Ausgangslage und Vertragsgestaltung
 - 2.1.1. Allgemeines zur Umplatzierung
 - 2.1.2. Prospektpflicht
 - 2.1.3. Prospekthaftung
 - 2.1.4. Vertragsgestaltung
 - 2.1.5. Kapitalerhaltung – Verbot der Einlagenrückgewähr
 - 2.1.6. Spannungsverhältnis Prospekthaftung versus Kapitalerhaltung–aktuelle Judikatur und Meinungsstand
 - 2.2 Freistellung der Emissionsbanken und Einlagenrückgewähr an die Emissionsbanken
 - 2.3 Freistellung der Emissionsbanken und Einlagenrückgewähr an den verkaufenden Aktionär
 - 2.3.1. Mögliche Leistungen an den verkaufenden Aktionär
 - 2.3.2. Wirtschaftliche Interessen – Betriebliche Rechtfertigung
 - 2.3.3. „Telekom III“-Urteil des BGH
 - 2.3.4. Einlagenrückgewähr – Unterschiede der deutschen und österreichischen Rechtslage
 - 2.3.5. Stufenmodell der Kosten- und Haftungsübernahme durch den verkaufenden Aktionär
 - 2.3.6. Sorgfaltspflichten des Vorstands
- 3. Fazit**

1. Problemstellung

Die Kernbestimmung der Kapitalerhaltung bei Kapitalgesellschaften im österreichischen Recht ist das Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 52 AktG, § 82 GmbHG).¹ Dieses erfasst grundsätzlich jede vermögenswerte Leistung der Gesellschaft an die Aktionäre, sofern es sich nicht um eine zulässige Ausschüttung von Dividenden, eine gesetzlich ausdrücklich zulässige Ausnahme oder um ein drittvergleichsfähiges Rechtsgeschäft handelt.²

Der Problembereich der Einlagenrückgewähr wird insbesondere bei der öffentlichen Umplatzierung von Aktien (*Secondary Public Offering*, SPO) schlagend.³ Im Zuge der öffentlichen Umplatzierung von Aktien lassen sich die Emissionsbanken regelmäßig im Innenverhältnis hinsichtlich der im Prospekt gemachten Angaben bei Inanspruchnahme des Emittenten durch Dritte von der Prospekthaftung freistellen (*Indemnification*). Marktüblich ist dabei eine detailliert ausformulierte Klausel, in der die Folgen einer möglichen Inanspruchnahme für einen unrichtigen Prospekt im Sinne des § 11 KMG durch einen Dritten im Einzelnen angesprochen werden bis hin zu Art und Weise der Führung von Verfahren.

Eine marktübliche Klausel lautet vereinfacht etwa:

The Company will indemnify and hold harmless each Underwriter against any losses, claims, damages, or liabilities, to which such Underwriter may become subject, insofar as such losses, claims, damages or liabilities (or actions in respect thereof) (i) [...] or (ii) arise out of or are based upon a failure of the Austrian Prospectus to comply with the Prospectus Regulation and the Austrian Capital Market Act, and will reimburse each Underwriter in connection with investigating or defending any such action or claim as such expenses are incurred; provided, however, that [...].

Neben dieser allgemeinen Prospektgewährleistung findet sich zumeist ein ausdifferenzierter Gewährleistungskatalog (*Representations and Warranties*) zu den Verhältnissen der Gesellschaft im Übernahmevertrag (*Underwriting Agreement*) wieder.⁴ Damit gibt die Gesell-

¹ Der folgende Beitrag konzentriert sich auf das österreichische Aktienrecht. Daher wird nur auf die Bestimmungen des AktG Bezug genommen. Die Einschränkungen, die sich aus dem Verbot der Einlagenrückgewähr gemäß § 52 AktG für Aktiengesellschaften ergeben, sind aufgrund der korrelierenden Bestimmung des § 82 GmbHG grundsätzlich ebenso für GmbHs übertragbar (vgl. *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² [2012] § 52 Rz 10).

² Vgl. *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 52 Rz 5; *Artmann* in *Jabornegg/Strasser*, AktG⁵ (2011) § 52 Rz 5; *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht (2008) Rz 3/868; *Doralt/Winner* in *MünchKomm AktG*³ (2008) § 57 Rz 265 jeweils mit weiteren Nachweisen.

³ Nach herrschender Ansicht wird nicht gegen den Grundsatz der Gleichbehandlung (§ 47a AktG; § 83 Abs 1 BörseG) verstoßen. Eine sachliche Differenzierung ist zulässig. Diese ergibt sich schon dann, wenn die konkrete Transaktion im Interesse der Gesellschaft liegt und nur mit den Aktien aus dem Bestand des verkaufenden Aktionärs durchgeführt werden kann (*Kalss*, Die Übernahme der Haftungsfreizeichnung bei einem Secondary Offering nach österreichischem Recht, CFL 2011, 386, 390). Aus dem Gleichheitsgrundsatz ist allerdings das Recht weiterer Großaktionäre auf Einbeziehung ihrer bestehenden Aktien in die Umplatzierung abzuleiten (vgl. *Hlawati/M. Doralt*, Zur Umplatzierung von Aktien im Wege eines Secondary Offering, in *Brandl/Kalss/Lucia/Oppitz/Saria*, Finanzierung über den Kapitalmarkt [2006] 282, 303).

schaft regelmäßig Gewährleistungen/Garantien gegenüber den Emissionsbanken für besonders wichtige Umstände der Gesellschaft ab. Die Gewährleistungen des verkaufenden Aktionärs beziehen sich dagegen im Wesentlichen ausschließlich auf den Titel an den zu verkaufenden Aktien. Schließlich sind noch sonstige Leistungen der Gesellschaft an den verkaufenden Aktionär denkbar und weit verbreitet (Übernahme der Emissionskosten).⁵

Die Schad- und Klagloshaltung der *Underwriter* und die Gewährleistungen/Garantien sowie die sonstigen Leistungen der Gesellschaft im Zusammenhang mit der Emission sind bei der Umplatzierung von Aktien unter dem Gesichtspunkt des Verbots der Einlagenrückgewähr zugunsten des verkaufenden Aktionärs mit einiger Rechtsunsicherheit behaftet. Eine österreichische instanzgerichtliche oder oberstgerichtliche Judikatur gibt es dazu bisher nicht. In der österreichischen Literatur finden sich dazu vor dem „*Telekom III*“-Urteil des deutschen Bundesgerichtshofs (BGH)⁶ nur vereinzelt Stellungnahmen.⁷ Aus diesem Grund hat diese Entscheidung des BGH auch in der österreichischen Literatur⁸ und Beratungspraxis sowie bei den Emittenten hohe Aufmerksamkeit erregt. Der BGH hat ausgesprochen, dass durch die Übernahme des Prospekthaftungsrisikos durch den Emittenten bei der Umplatzierung bestehender Aktien an der Börse – vorausgesetzt, ein entsprechender Anspruch wird erfolgreich geltend gemacht – Einlagen entgegen den Kapitalerhaltungsvorschriften an den verkaufenden Aktionär zurückgewährt werden. Daraus ergibt sich, dass der Emittent einen gesetzlichen Freistellungsanspruch gegen den verkaufenden Aktionär hat.

Das Urteil des BGH gibt Anlass zu untersuchen, ob auch nach österreichischer Rechtslage ein Überdenken der bisherigen Praxis hinsichtlich der Übernahme der Prospekthaftung, Gewährleistungen bzw Garantien und Übernahme von Platzierungskosten durch die Gesellschaft im Allgemeinen sowie der Erstellung von Börsenzulassungs- bzw Verkaufsprospekten erforderlich ist.

2. Umplatzierung und Prospekthaftung

2.1. Ausgangslage und Vertragsgestaltung

2.1.1. Allgemeines zur Umplatzierung

Umplatzierung (*Secondary Offering*) bezeichnet das Anbieten von bestehenden, dh bereits ausgegebener Aktien.⁹ Der Anbieter ist dabei naturgemäß nicht die Gesellschaft selbst,

⁴ Meyer in Marscher-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG² (2009) § 8 Rz 145.

⁵ Vgl Punkt 2.3.1. („Mögliche Leistungen an den verkaufenden Aktionär“).

⁶ BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09, NZG 2011, 829, NJW 37/2011, 2719, BB 2011, 2059.

⁷ Hlawati/M. Doralt, in Brandl/Kalss/Lucia/Oppitz/Saria, Finanzierung über den Kapitalmarkt (2006) 282, 287 ff; Kalss, Anlegerinteressen (2001) 223; Reich-Rohrwig, Grundsatzfragen der Kapitalerhaltung bei der AG, GmbH sowie GmbH & Co KG (2004) 368 ff.

⁸ Kalss, CFL 2011, 386; M. Doralt/P. Doralt, Entscheidungsanmerkung BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09, GesRZ 2011, 387; Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG⁵ (2011) § 52 Rz 17a; allgemein Saurer in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² (2012) § 52 Rz 8.

⁹ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht (2005) § 1 Rz 11, § 9 Rz 3 ff und 24, § 10 Rz 18, 11 Rz 47 f.

wie bei einer Kapitalerhöhung,¹⁰ sondern der bisherige Aktionär der Gesellschaft (verkaufender Aktionär).

In der Praxis sind öffentliche Umplatzierungen in verschiedenen Konstellationen anzutreffen. Der Grundfall ist die reine Umplatzierung,¹¹ bei welcher der Gesellschaft in der Regel keine neuen Mittel zufließen. Der Emissionserlös steht abzüglich der Emissionskosten dem verkaufenden Aktionär zu. Eine reine Umplatzierung ist atypisch; eine Umplatzierung wird regelmäßig mit einer Kapitalerhöhung verbunden und wird dann als gemischte Platzierung bezeichnet.¹² Sie besteht aus zwei Komponenten, nämlich der Platzierung neuer Aktien aus einer Kapitalerhöhung sowie der Platzierung bestehender Aktien aus dem Bestand eines verkaufenden Aktionärs.¹³ Der Emissionserlös steht abzüglich der Emissionskosten aliquot der Gesellschaft und dem verkaufenden Aktionär zu. Je nach Aufteilung des Platzierungsvolumens zwischen der Gesellschaft und dem verkaufenden Aktionär kommt die gemischte Umplatzierung der reinen Umplatzierung oder der reinen Kapitalerhöhung näher. Dies ist für die Bestimmung der Interessenlage beachtlich.¹⁴ Einen Sonderfall bildet die sogenannte Greenshoe Option.¹⁵ Die neu emittierten Aktien werden dabei regelmäßig zwischen 10–15% überzeichnet. Die für die Mehrzuteilung erforderlichen Aktien werden von den Emissionsbanken durch Wertpapieranleihe besorgt, wobei meist Altaktionäre Vertragspartner der Wertpapieranleihe sind.

Die Rechtsbeziehungen bei der Umplatzierung bilden ein Dreiecksverhältnis zwischen verkaufendem Aktionär, der Gesellschaft sowie den Emissionsbanken. Der verkaufende Aktionär ist zumeist alleine oder mehrheitlich an der Gesellschaft beteiligt (Großaktionär). Zu nennen sind auch (Familien-)Syndikate, die wesentliche Beteiligungen an einer Gesellschaft halten und diese im Rahmen einer Umplatzierung veräußern.¹⁶ Häufig wird nicht die gesamte Beteiligung veräußert, sondern bleibt der verkaufende Aktionär mit einer kontrollierenden Beteiligung oder einer Sperrminorität in der Gesellschaft.¹⁷ Der verkaufende

¹⁰ Die häufigsten Anwendungsfälle prospektpflichtiger Transaktionen bei bereits börsennotierten Gesellschaften stellt die reine Kapitalerhöhung dar. Diese ist grundsätzlich von der hier zu analysierenden Problematik nicht erfasst, weshalb darauf nicht näher eingegangen wird. Damit im Grunde vergleichbar wäre die Umplatzierung eigener Aktien durch den Emittenten. Aufgrund der *ex lege* Beschränkung des Rückerwerbs mit 10% des Grundkapitals (§ 65 Abs 2 AktG) sind diese Fälle in der Praxis kaum relevant.

¹¹ Einen häufigen Anwendungsfall der öffentlichen Umplatzierung, bei welchen der Gesellschaft kein Veräußerungserlös zufließt, stellen Privatisierungen dar; vgl zuletzt Österreichische Post AG (2006); Telekom Austria AG (2004 und 2000); voestalpine AG (2003); Böhler Uddeholm AG (2003 und 1996); siehe dazu den Geschäftsbericht des jeweiligen Jahres der ÖIAG www.oeiag.at (10.2.2012).

¹² Ein häufiger Anwendungsfall stellt der Ausstieg von Investoren (Venture Capital Gesellschaften) über einen Börsegang (Exit IPO) dar; vgl C.A.T. oil AG (2006) www.catoilag.com/en/news_adhoc.aspx?id=621 (12.6.2012). Ebenso ist der Ausstieg von Investoren über eine außerbörsliche Umplatzierung denkbar; vgl Zumtobel AG (2006) www.zumtobelgroup.com/de/2213.asp (12.6.2012).

¹³ Siehe nur Arbeitskreis zum „Deutschen Telekom III-Urteil“ des BGH, CFL 2011, 377 f.

¹⁴ Siehe dazu Punkt 2.3.2. („Wirtschaftliche Interessen – Betriebliche Rechtfertigung“).

¹⁵ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005) § 9 Rz 30 ff.

¹⁶ Vgl nur Zumtobel AG (2006).

¹⁷ Siehe nur die Beteiligungshistorie der ÖIAG, www.oeiag.at (12.6.2012).

Aktionär hat in erster Linie ein finanzielles Interesse am Emissionserlös.¹⁸ Bleibt er beteiligt, profitiert er auch von der erhöhten Liquidität der Aktie und allenfalls von einem erhöhten Kursniveau. Allerdings partizipiert er mit seiner verbleibenden Beteiligung – auch wenn er durch die Gesellschaft freigestellt wurde – weiterhin indirekt an einem möglichen Schaden der Gesellschaft, der sich aus der Umplatzierung ergeben könnte (Prospekthaftung).

Der Gesellschaft fließen im Grundfall der reinen Umplatzierung keine neuen Mittel zu. Typischerweise hat sie aber vielfältige wesentliche Eigeninteressen an der Umplatzierung.¹⁹ Bei der gemischten Umplatzierung kommt das finanzielle Interesse am aliquoten Emissionserlös hinzu.

Die Beteiligung einer oder mehrerer Banken (Emissionsbank, Emissionskonsortium bzw Konsortialbanken) ist sowohl für die praktische Durchführung der Umplatzierung als auch für die Platzierung junger Aktien unverzichtbar.²⁰ Bei der rechtlichen Einordnung des Platzierungsvorgangs bestehen wesentliche Unterschiede zwischen der Umplatzierung und der Platzierung junger Aktien.

Die Gesellschaft bedient sich für die Platzierung junger Aktien der Emissionsbanken, die im entsprechenden Übernahmevertrag unter Wahrung der Bezugsrechte der bestehenden Aktionäre (mittelbares Bezugsrecht) die Aktien zeichnen. Soweit die Bezugsrechte nicht ausgeübt werden, werden die jungen Aktien im Markt an Investoren verkauft. Die Einlagenleistung und Zeichnung nehmen die Emissionsbanken zum Nominalwert vor²¹ mit der Verpflichtung, nach Wirksamkeit der Kapitalerhöhung (Eintragung im Firmenbuch) das Aufgeld an die Gesellschaft abzuführen.²² Mit der Zeichnung der Aktien durch die Emissionsbank erwirbt diese die volle mitgliedschaftliche Stellung eines Aktionärs. Die Emissionsbank hat allerdings kein Interesse daran, auf Dauer Aktionärin der Emittenten zu bleiben, falls die Transaktion aufgrund eines Marktrisikos abgebrochen werden muss, sodass sie auf eine möglichst rasche Eintragung im Firmenbuch besteht, um das Risiko einer Aktionärsstellung sowie des Verlustes der Nominaleinzahlung möglichst gering zu halten. Mit den heute üblichen vertragstechnischen Möglichkeiten wird das Risiko auf das sogenannte *Overnight Risk* beschränkt, dh der Zeitraum zwischen der Zeichnung der jungen Aktien und ihrer Ausgabe wird auf das Minimum beschränkt, das für die Eintragung der Kapitalerhöhung in das Firmenbuch – die in der EDV um Mitternacht geschieht – benötigt wird.

Im Unterschied zur Emission junger Aktien fällt bei der reinen Umplatzierung das gesellschaftsrechtliche Element der Zeichnung weg. Die Aktien werden im Regelfall auf ein bei der Emissionsbank eingerichtetes Depot gebucht und von dort unmittelbar auf ein

¹⁸ Siehe zu den gegenläufigen Interessen der verkaufenden Aktionäre und der Gesellschaft *Hlawati/M. Doralt*, in *Brandl/Kalss/Lucia/Oppitz/Saria*, Finanzierung über den Kapitalmarkt (2006) 282, 286 f.

¹⁹ Siehe dazu im Detail Punkt 2.3.2.

²⁰ Siehe dazu *Möllers/Puhle* („Wirtschaftliche Interessen – Betriebliche Rechtfertigung“), ZBB 2011, 212 ff.

²¹ *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 153 Rz 57 f; *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht (2008) Rz 3/764.

²² Vgl *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 153 Rz 64 ff.

Depot des Erwerbers umgebucht. Die Bank übernimmt eine reine Vermittlertätigkeit und hat ebenso wie bei der Kapitalerhöhung ein ausschließliches Provisionsinteresse.²³ Die Emissionsbanken nehmen zu keinem Zeitpunkt eine Aktionärsstellung ein.

Die gemischte Umplatzierung stellt daher ein Zusammenspiel dieser beiden Platzierungstechniken dar.

2.1.2. Prospektpflicht

Ein öffentliches Angebot iSd § 1 Abs 1 Z 1 KMG²⁴ darf gemäß § 2 Abs 1 KMG an Personen in Österreich nur vorgenommen werden, wenn spätestens einen Bankarbeitstag zuvor ein nach den Vorschriften des KMG erstellter und gebilligter Prospekt veröffentlicht wurde. Die Prospektpflicht ist daher Voraussetzung für die Zulässigkeit eines öffentlichen Angebots. Adressat dieser Bestimmung ist der Anbieter des öffentlichen Angebots,²⁵ somit

- bei einer reinen Kapitalerhöhung der Emittent, da er die Wertpapiere ausschließlich selbst öffentlich anbietet,
- bei einer reinen Umplatzierung bestehender Aktien der verkaufende Aktionär, da sich das Angebot ausschließlich auf die Aktien in seinem Bestand bezieht, und
- bei einer gemischten Umplatzierung sowohl die Gesellschaft als auch der verkaufende Aktionär.

Freilich ist eine Prospekterstellung aufgrund des Informationsungleichgewichts ohne die faktische Mitwirkung des Emittenten tatsächlich nicht möglich. Dies kommt auch durch § 8 Abs 1 KMG zum Ausdruck, wonach der Emittent den Prospekt zu unterzeichnen hat und damit Prospektverantwortung übernimmt.²⁶

2.1.3. Prospekthaftung

Die Prospekthaftung gemäß § 11 Abs 1 Z 1 KMG trifft den Emittenten.²⁷ Er haftet gemäß § 11 Abs 1 Z 1 KMG jedem Anleger für den Schaden, der ihm im Vertrauen auf die Prospektangaben oder gegebenenfalls der Nachträge (§ 6 KMG) durch unrichtige oder unvollständige Angaben entstanden ist. Der Emittent ist daher Haftungsträger, unabhängig davon, ob er mit dem Anbieter ident ist oder nicht.²⁸ Emissionsbanken fallen im Regelfall unter die Haftung gemäß § 11 Abs 1 Z 3 KMG.²⁹ Sie haften demnach, sofern sie die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit gekannt oder aufgrund grober Fahrlässigkeit nicht ge-

²³ Siehe dazu weiterführend *Möllers/Puhle*, ZBB 2011, 212 ff.

²⁴ Gemäß § 1 Abs 1 Z 1 KMG ist ein öffentliches Angebot eine Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Bedingungen eines Angebots von Wertpapieren oder Veranlagungen und über die anzubietenden Wertpapiere oder Veranlagungen enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere oder Veranlagungen zu entscheiden.

²⁵ *Russ in Zib/Russ/Lorenz*, Kapitalmarktgesetz (2008) § 1 Rz 23; *Zivny*, Kapitalmarktgesetz (2006) § 1 Rz 61.

²⁶ *Zivny*, Kapitalmarktgesetz (2006) § 1 Rz 30.

²⁷ *Russ in Zib/Russ/Lorenz*, Kapitalmarktgesetz (2008) § 1 Rz 23.

²⁸ *Kalss*, CFL 2011, 386, 387; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005) § 11 Rz 35; *Lorenz in Zib/Russ/Lorenz*, Kapitalmarktgesetz (2008) § 11 Rz 10.

²⁹ *Lorenz in Zib/Russ/Lorenz*, Kapitalmarktgesetz (2008) § 11 Rz 20 und 25.

kannt und den Prospekt dennoch zur Grundlage ihrer Vermittlungstätigkeit gemacht haben.³⁰ Die Haftungsträger haften auch für das Verschulden ihrer Gehilfen (§ 1313a ABGB), somit regelmäßig für sämtliche Berater (Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer). Der Sorgfaltsmaßstab bei der Beurteilung des Verschuldens richtet sich nach § 1299 ABGB.³¹ Weder die kapitalmarktrechtliche noch eine allfällige zivilrechtliche Haftung kann abgedungen oder beschränkt werden. Sofern die Außenhaftung gegenüber den Anlegern nicht berührt wird, ist eine vertragliche Zuteilung des Haftungsrisikos im Innenverhältnis kapitalmarkt- und zivilrechtlich grundsätzlich zulässig.³²

In der Emissionspraxis werden üblicherweise von den jeweiligen Vorstandsmitgliedern sogenannte *Management Letter* unterfertigt, in welchen diese die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospektes erklären und damit persönlich in den Haftungskreis einbezogen werden.

Direkte Prospekthaftungsansprüche wurden bisher in Österreich nur vereinzelt geltend gemacht.³³ Die Erfolgsaussichten bei einer Prospekterstellung mit marktüblicher Sorgfalt sind zudem fraglich. Die Gesellschaft bedient sich üblicherweise neben dem Wirtschaftsprüfer zumindest einer beratenden Bank sowie ausgewiesener Rechtsexperten, so dass das Entstehen eines Prospektfehlers in Bezug auf Umstände, die für die Beurteilung der angebotenen Wertpapiere wesentlich sind, minimiert ist.³⁴ Erfolgreich geltend gemachte Ansprüche erreichen aber regelmäßig erhebliche Größenordnungen.³⁵ Darüber hinaus sind langwierige Prospekthaftungsverfahren für die Gesellschaft ressourcenraubend, kostspielig und mit Reputationsschäden verbunden, auch wenn am Ende kein Prospektmangel festgestellt wird. Dies trifft umso mehr zu, wenn das Verfahren im Ausland geführt wird, was

³⁰ Neben der kapitalmarktrechtlichen Haftung ist von der überwiegenden Lehre und einer Judikaturlinie auch eine Prospekthaftung nach allgemeinem Zivilrecht anerkannt (*Saurer in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² [2012] § 52 Rz 16; Kalss, Anlegerinteressen [2001] 202; Kalss, CFL 2011, 386, 387*), die sich auf eine Fortentwicklung der Haftung aus *culpa in contrahendo* stützt (*Kalss, CFL 2011, 386, 387; Kalss, Anlagestimmung – ein Instrument des österreichischen Kapitalmarktrechts, GesRZ 2010, 245, 247; OGH RIS-Justiz RS0108218; OGH 11.5.2010, 9 Ob 85/09d; OGH 27.6.2006, 3 Ob 75/06k OGH 29.1.2003, 7 Ob 267/02v; OGH 21.5.1997, 7 Ob 2387/96x*). Emissionsbanken fallen typischerweise aufgrund ihrer Rolle in der Abwicklung der Emission in den Haftungskreis der allgemeinen zivilrechtlichen Haftung: *Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht (2005) § 11 Rz 43; Kalss/Oppitz in Hopt/Voigt, Prospekt und Kapitalmarktinformationshaftung (2005) 811, 840; Kalss, Anlegerinteressen (2001) 224; Kalss, CFL 2011, 386, 387*). Die zivilrechtliche Haftung besteht parallel zur kapitalmarktrechtlichen Haftung (*Kalss, CFL 2011, 386, 387; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht [2005] § 11 Rz 14*), dh sie stehen in freier Konkurrenz.

³¹ Vgl *Lorenz in Zib/Russ/Lorenz, Kapitalmarktgesetz (2008) § 11 Rz 12 f.*

³² Vgl *Kalss, CFL 2011, 386, 388.*

³³ Siehe zuletzt OGH 30.3.2011, 7 Ob 77/10i, *Diregger, GesRZ 2011, 251, 258* mit weiteren Nachweisen.

³⁴ Siehe dazu zur Kausalität zwischen fehlerhaften Prospekt und der Entscheidung der Anleger (Anlagestimmung), *Kalss, GesRZ 2010, 245; Krejci, Anlegerschutz des Aktionärs, Kapitalerhaltung und fehlerhafte AG, GesRZ 2011, 193, 207 f.*

³⁵ Vgl dazu den Vergleichsbetrag von etwa 112,5 Mio €, den die Deutsche Telekom aufgrund der mittels Sammelklage in den USA geltend gemachten Prospekthaftungsansprüche bezahlte und in weiterer Folge geltend gemacht hat („*Telekom III*“-Entscheidung, siehe Punkt 2.3.3. („*Telekom-III*“-Urteil des BGH)).

nicht unwahrscheinlich ist, da die Emissionen aufgrund der beschränkten Aufnahmekapazität im österreichischen Markt häufig auch im Ausland platziert werden.

2.1.4. Vertragsgestaltung

Zwischen dem verkaufenden Aktionär, der Gesellschaft und den Emissionsbanken wird zur Durchführung der Emission ein sogenannter Übernahmevertrag (*Underwriting Agreement*) abgeschlossen. Dieser beinhaltet als Kernelement die Verpflichtung der Emissionsbank, die bestehenden Aktien am Markt zu platzieren. Im Fall einer gemischten Umplatzierung kommt die Zeichnung der jungen Aktien hinzu. Neben der gesetzlich vorgesehenen Prospekthaftung übernimmt die Gesellschaft in der Praxis gegenüber den Emissionsbanken umfassende Gewährleistungen/Garantien und Schad- und Klagloshaltungen. Diese reichen typischerweise weit über die im Kapitalmarktgesetz statuierten gesetzlichen Vorgaben hinaus und eröffnen eigene vertragliche Anspruchsgrundlagen der Emissionsbanken gegenüber der Gesellschaft. Damit soll das Risiko und die Verantwortung für die Emission im Innenverhältnis der Gesellschaft zugeordnet werden. Vorrangiges Interesse der Emissionsbanken ist es, das Emissionsrisiko weitestgehend auszuschalten, da sie dafür gerade kein Entgelt erhalten. Aufgrund der Marktmacht der Banken ist die Verhandlungsposition der Emittenten einigermaßen beschränkt. Daraus ergeben sich für die Beratungspraxis die zwei wesentlichen Rechtsfragen:

- Stellt die Übernahme der Prospekthaftung und Freistellung der Emissionsbanken durch die Gesellschaft eine Einlagenrückgewähr an die Emissionsbanken dar?
- Stellt die Übernahme der Platzierungskosten, Gewährleistungen/Garantien sowie der Prospekthaftung und die Freistellung der Emissionsbanken durch die Gesellschaft eine Einlagenrückgewähr gegenüber dem verkaufenden Aktionär dar?

2.1.5. Kapitalerhaltung – Verbot der Einlagenrückgewähr

Das Verbot der Einlagenrückgewähr gemäß § 52 AktG erfasst grundsätzlich jede vermögenswerte Leistung der Gesellschaft an die Aktionäre, sofern es sich nicht um eine zulässige Ausschüttung von Dividenden, eine gesetzlich ausdrücklich zulässige Ausnahme (Kapitalherabsetzung, Erwerb eigener Aktien) oder um ein drittvergleichsfähiges Rechtsgeschäft (*Arm's Length Transaction*) handelt.³⁶ Dabei ist es unbeachtlich, ob es sich um aktuelle, ehemalige oder zukünftige Aktionäre handelt, sofern die Leistung im Hinblick auf ihre (ehemalige oder zukünftige) Gesellschafterstellung erfolgt.³⁷ Auch Leistungen an Dritte können erfasst sein.³⁸

Grundsätzlich ist somit gemäß § 52 AktG vom Verbot der Einlagenrückgewähr auszugehen. Dieses Verbot wird durchbrochen, wenn der Leistung eine gleichwertige Ge-

³⁶ Saurer in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² (2012) § 52 Rz 2 und 5; Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG⁵ (2011) § 52 Rz 5; Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht (2008) Rz 3/868; Doralt/Winner in MünchKomm AktG³ (2008) § 57 Rz 265, jeweils mit weiteren Nachweisen.

³⁷ Weiterführend Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht Rz 3/873; Saurer in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² (2012) § 52 Rz 42 ff.

³⁸ Saurer in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² (2012) § 52 Rz 41.

genleistung gegenübersteht, dh es sich um ein drittvergleichsfähiges Geschäft (Umsatzgeschäft) handelt.³⁹ Ein solcher Drittvergleich (Fremdvergleich) verlangt allerdings nicht in jedem Fall eine objektive Äquivalenz zwischen Leistung und Gegenleistung. Ein inäquivalentes Verhältnis kann durch besondere betriebliche Umstände gerechtfertigt werden.⁴⁰ Die betriebliche Rechtfertigung ist nichts anderes als eine Gegenleistung im weiteren Sinn,⁴¹ die neben dem (objektiven) Drittvergleich, einen zusätzlichen eigenständigen Rechtfertigungsgrund darstellt.⁴² Eine verdeckte Einlagenrückgewähr kann nach der Rechtsprechung des OGH zur Sicherheitenleistung zugunsten eines Aktionärs auch damit gerechtfertigt werden, dass besondere betriebliche Gründe im Interesse der Gesellschaft vorliegen, wenn dies nach der Formel des Drittvergleichs dahin gedeckt ist, dass das Geschäft, das mangels objektiver Wertäquivalenz ein Vermögensopfer der Gesellschaft bedeutet, auch mit einem Außenstehenden geschlossen worden wäre.⁴³ Maßgeblich ist der wirtschaftliche Vorteil der Gesellschaft aus der Sicht der Gesellschaft,⁴⁴ somit ein subjektives Element. Dass stets eine objektive Wertäquivalenz vorliegt, ist daher ebensowenig erforderlich wie die Qualifikation der Vorteile als konkret bilanziell messbar.⁴⁵ Bei der Prüfung der Frage, ob ein objektiv sorgfältig handelnder Geschäftsleiter ein konkretes Rechtsgeschäft unter den gleichen Bedingungen auch mit einem außenstehenden Dritten abgeschlossen hätte, ist nach Ansicht des OGH umfassend auf alle Vorteile abzustellen, die der Gesellschaft zukommen.⁴⁶ Es kommt daher auf eine Gesamtbetrachtung sämtlicher Leistungen, somit der Leistungen der Gesellschaft an den verkaufenden Aktionär als auch der Leistungen des verkaufenden Aktionärs an die Gesellschaft sowie aller sonstigen betrieblichen Vorteile an. Im Ergebnis muss die Transaktion für die Gesellschaft subjektiv gesehen vorteilhaft sein. Die Betrachtung ist *ex ante* vorzunehmen.⁴⁷

³⁹ Siehe dazu *Saurer in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² (2012) § 52 Rz 5, 12 und 23; Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG⁵ (2011) § 52 Rz 11; Doralt/Winner in MünchKomm AktG³ (2008) § 57 Rz 270; ferner zuletzt OGH 29.9.2010, 7 Ob 35/10p, Bollenberger/Kellner, ÖBA 2011, 195, Karollus, GesRZ 2011, 110.*

⁴⁰ Siehe dazu OGH 1.12.2005, 6 Ob 271/05d, *Karollus*, ÖBA 2006, 293; OGH 29.9.2010, 7 Ob 35/10p, *Karollus*, GesRZ 2011, 110; ferner OGH 5.8.2009, 9 Ob 25/08d, *Bollenberger*, ÖBA 2010, 540; *Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht (2008) Rz 3/872; *Kalss*, CFL 2011, 386, 389; *Saurer in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² (2012) § 52 Rz 25 (2012); M. Doralt/P. Doralt*, Entscheidungsanmerkung BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09, GesRZ 2011, 384, 388; *Doralt/Winner in MünchKomm AktG³ (2008) § 57 Rz 271;*

⁴¹ *Hlawati/M. Doralt*, in *Brandl/Kalss/Lucia/Oppitz/Saria*, Finanzierung über den Kapitalmarkt (2006) 282, 288 mit weiteren Nachweisen.

⁴² Siehe nur *Kalss*, CFL 2011, 386, 389.

⁴³ Schon OGH 1.12.2005, 6 Ob 271/05d mit Darstellung der Literaturmeinungen, *Karollus*, ÖBA 2006, 293; zuletzt OGH 29.9.2010, 7 Ob 35/10p, *Bollenberger/Kellner*, ÖBA 2011, 195, *Karollus*, GesRZ 2011, 110; *Kalss*, CFL 2011, 386, 389; vgl dazu *Sauer in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² (2012) § 52 Rz 71 f; Nowotny*, in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht (2008) Rz 4/417; *Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG⁶ (2011) § 52 Rz 19.*

⁴⁴ *Kalss*, CFL 2011, 386, 389 mit weiteren Nachweisen.

⁴⁵ Siehe zum Unterschied zur deutschen Rechtslage Punkt 2.3.4 („Einlagenrückgewähr – Unterschiede der deutschen und österreichischen Rechtslage“).

⁴⁶ OGH 29.9.2010, 7 Ob 35/10p, *Bollenberger/Kellner*, ÖBA 2011, 195, *Karollus*, GesRZ 2011, 110.

⁴⁷ Vgl *Saurer in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² (2012) § 52 Rz 29.*

2.1.6. Spannungsverhältnis Prospekthaftung versus Kapitalerhaltung – aktuelle Judikatur und Meinungsstand

Der OGH hat sich in einer aktuellen vielbeachteten Entscheidung⁴⁸ mit dem Verhältnis Prospekthaftung zu dem gesellschaftsrechtlichen Grundprinzip der Kapitalerhaltung auseinandergesetzt und sich für den Vorrang der Prospekthaftung entschieden. Diese Entscheidung wurde von einem weiteren Senat des OGH mittlerweile ausdrücklich bestätigt und der Vorrang des Anlegerschutzes gegenüber der aktienrechtlichen Bestimmungen über die Kapitalerhaltung auch auf dem Sekundärmarkt bejaht.⁴⁹ Dieselbe Linie verfolgt der BGH in wiederholter Rechtsprechung.⁵⁰ Nach dieser Rechtsprechung anerkennt nunmehr der Großteil der deutschen Lehre generell den Vorrang des Anlegerschutzes gegenüber den Kapitalerhaltungsvorschriften.⁵¹ Schon vor den beiden genannten OGH Entscheidungen anerkannte die herrschende österreichische Lehre im Grunde den kapitalmarktrechtlichen Schadenersatzanspruch, beschränkte diesen aber im Wesentlichen auf die ausschüttbaren Mittel.⁵² Daneben gab es einen Teil der Lehre,⁵³ der den uneingeschränkten Vorrang der Prospekthaftung anerkannte, während ein anderer Teil⁵⁴ mit der Begründung der Verletzung gesellschaftsrechtlicher Grundprinzipien diesen ablehnte.⁵⁵

Nach der aktuellen OGH-Judikatur ist derzeit wohl grundsätzlich bei Vorliegen der zivilrechtlichen Voraussetzungen vom unbeschränkten Vorrang des kapitalmarktrechtlichen Schadenersatzes gegenüber den Kapitalerhaltungsvorschriften auszugehen.⁵⁶ Daher

⁴⁸ OGH 30.3.2011, 7 Ob 77/10i, *Karollus*, ÖBA 2011, 450, *Bollenberger/Kellner*, ÖBA 2011, 501, *Diregger*, GesRZ 2011, 251; *Krejci*, GES 2011, 223, GesRZ 2011, 193; *Graf*, *ecolex* 2011, 599; *Wilhelm*, *ecolex* 2011, 609; *Gruber*, ZFR 2011, 238; RdW 2011, 401.

⁴⁹ OGH 15.3.2012, 6 Ob 28/12d.

⁵⁰ BGH 9.5.2005, II ZR 287/02 („EM-TV“), BB 2005, 1644, 1646, ZIP 2005, 1270; BGH 28.11.2005, II ZR 80/04 („ComROAD I“), ZIP 2007, 681; BGH 26.6.2006, II ZR 153/05 („ComROAD III“), ZIP 2007, 326; BGH 4.6.2007, II ZR 147/05 („ComROAD IV“), ZIP 2007, 1560; BGH 7.1.2008, II ZR 68/06 („ComROAD VII“), ZIP 2008, 410; BGH 3.3.2008, II ZR 310/06, NZG 2008, 386, 387; vgl. ferner *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 52 Rz 17.

⁵¹ *Hüffer*, AktG⁹ (2010) § 57 Rz 3; *Drygala* in *KölnerKomm AktG³* (2011) § 57 Rz 31 ff; *Bayer* in *MünchKomm AktG³* (2008) § 57 Rz 27 ff; jeweils mit weiteren Nachweisen.

⁵² *Kalss*, *Anlegerinteressen* (2001) 218 ff; *Kalss/Oppitz/Zollner*, *Kapitalmarktrecht* (2005) § 11 Rz 47; *Kalss/Oppitz* in *Hopt/Voigt*, *Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung* (2005) 811, 838 f; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG (2003) § 52 Rz 14 ff; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 52 Rz 19; *Artmann* in *Jabornegg/Strasser*, Akt⁵ (2011) § 52 Rz 4 f; *Zivny*, *Kapitalmarktgesetz* (2007) § 11 Rz 60; *Doralt/Winner* in *MünchKomm AktG³* (2008) § 57 Rz 257 ff; *Eckert*, GesRZ 2010, 88, 95.

⁵³ *Rüffler*, GesRZ 2010, 73 ff; *Reich-Rohrwig*, *Grundsatzfragen der Kapitalerhaltung bei der AG, GmbH sowie GmbH & Co KG* (2004) 362 ff.

⁵⁴ *Gruber*, GesRZ 2010, 73; *Gruber*, JBl 2007, 2 ff, 94 ff; *Karollus*, ZFR 2010, 50 ff.

⁵⁵ Vgl. *Sauer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 52 Rz 18 mit einer Darstellung des Meinungsstands.

⁵⁶ Dazu *Rüffler*, ÖBA 2011, 699, 703; *Graf*, *ecolex* 2011, 599, 601, *Told*, GesRZ 346, 354; so im Ergebnis wohl auch *Kalss*, CFL 2011, 386, 387; schon vor der Entscheidung: *Rüffler*, GesRZ 2010, 73 ff; *Reich-Rohrwig*, *Grundsatzfragen der Kapitalerhaltung bei der AG, GmbH sowie GmbH & Co KG* (2004) 362 ff; aA *Krejci*, GesRZ 2011, 193 ff, *Diregger*, GesRZ 2011, 258 ff; *Karollus*, ÖBA 2011, 450; *Harrer*, ZFR 2011, 9 ff; *Artmann* in *Jabornegg/Strasser*, AktG⁵ (2011) § 52 Rz 5; kritisch, *Torggler*, *ecolex* 2011, 1121, 1122; ferner die jüngere Entscheidung des HG

haftet der Emittent – bei Vorliegen der zivilrechtlichen Voraussetzungen – jedenfalls aufgrund des kapitalmarktrechtlichen Schadenersatzanspruches. Er kann gegenüber dem Aktionär nicht das Verbot der Einlagenrückgewähr einwenden. Vor diesem Hintergrund gilt es nun zu untersuchen, ob die Übernahme der Prospekthaftung und die Freistellung der Emissionsbanken eine Einlagenrückgewähr gegenüber den Emissionsbanken und/oder dem verkaufenden Aktionär darstellt.

2.2. Freistellung der Emissionsbanken und Einlagenrückgewähr an die Emissionsbanken

Zunächst stellt sich die Frage, ob die in der Praxis regelmäßig abgegebene Freistellungserklärung des Emittenten gegenüber den Emissionsbanken im Rahmen der Emission von neuen Aktien (reine Kapitalerhöhung) oder im Rahmen der gemischten Umplatzierung hinsichtlich der neuen Aktien als verdeckte Einlagenrückgewähr gegenüber den Emissionsbanken anzusehen ist. Die Emissionsbank zeichnet üblicherweise in beiden Fällen die jungen Aktien zum Zweck der Durchführung der Platzierung selbst und wird damit kurzzeitig Aktionär der Gesellschaft. Die Emissionsbank übernimmt die Aktien ausschließlich (treuhänderisch)⁵⁷ zur Abwicklung der Platzierung und hat ein ausschließliches Provisionsinteresse.

Die Haftungsfreistellung im Rahmen einer Kapitalerhöhung – somit unmittelbar durch die Gesellschaft selbst – wird von der herrschenden Lehre als zulässig angesehen.⁵⁸ Wenn die Prospekthaftung unmittelbar gegenüber dem Anleger nicht gegen § 52 AktG verstößt, kann dies auch nicht gegenüber den Emissionsbanken gelten. Eine Einlagenrückgewähr wird nicht verwirklicht, wenn der Emittent selbst die Unrichtigkeit des Prospekts zu vertreten hat und durch die Haftungsfreistellung nur eine finale Zuordnung der gesamtschuldnerischen Haftung (§ 11 Abs 3 KMG)⁵⁹ im Innenverhältnis zulasten des Emittenten erfolgt. Diese ist aufgrund des natürlichen Informationsvorsprungs der Gesellschaft bei der Prospekterstellung sowie der im Emissionsgeschäft fehlenden Gegenleistung für die Übernahme des Emissionsrisikos durch die Emissionsbank sachgerecht.

Dasselbe muss auch für die gemischte Umplatzierung gelten. Die Emissionsbanken halten die Aktien auch in diesem Fall nur vorübergehend und zum ausschließlichen Zweck der technischen Abwicklung. Bei teleologischer Betrachtung scheint es geboten, dass diese nicht vom Schutzbereich des § 52 AktG erfasst werden.⁶⁰

Bei einer reinen Umplatzierung sind mangels einer Aktionärsstellung der Emissionsbanken keine Anhaltspunkte für eine Einlagenrückgewähr gegeben.

Wien vom 5.4.2011, 51 Cg 41/11 b, dazu *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 52 Rz 20; *Roth*, JBl 2012, 73; die Frage des Verhältnisses der Kapitalerhaltung zu kapitalmarktrechtlichen Schadenersatzansprüchen wurde mittlerweile vom HG Wien dem EuGH im Rahmen eines Vorabentscheidungsverfahrens vorgelegt.

⁵⁷ *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 153 Rz 55.

⁵⁸ *Kalss*, CFL 2011, 386, 388 mit weiteren Nachweisen; ferner *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005) § 9 Rz 39; ebenso *Schlitt*, CFL 2010, 304, 306.

⁵⁹ *Lorenz* in *Zib/Russ/Lorenz*, Kapitalmarktgesetz (2008) § 11 Rz 12.

⁶⁰ *Meyer* in *Marscher-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG² (2009) § 8 Rz 155; *Schlitt*, CFL 2010, 304, 307; jeweils mit weiteren Nachweisen.

2.3. Freistellung der Emissionsbanken und Einlagenrückgewähr an den verkaufenden Aktionär

2.3.1. Mögliche Leistungen an den verkaufenden Aktionär

Die Leistungen der Gesellschaft an den verkaufenden Aktionär im Rahmen einer Umplatzierung können vielschichtig sein. Die im „Telekom III“-Urteil des BGH besprochene Leistung der Gesellschaft war ausschließlich die Übernahme des Prospekthaftungsrisikos und die unmittelbar damit verbundenen Rechtsverteidigungskosten.⁶¹ Die wissenschaftliche Diskussion greift in diesem Zusammenhang zu kurz.⁶² Tatsächlich sind sämtliche vermögenswerte Leistungen der Gesellschaft an den verkaufenden Aktionär vom Problembereich der Einlagenrückgewähr erfasst. Der Begriff der Leistung ist in diesem Zusammenhang weit zu verstehen und erfasst neben dem tatsächlichen Abfluss von Vermögensgegenständen und der Entstehung von rechtskräftigen Ansprüchen auch potenzielle Vermögenspositionen.⁶³ Im Rahmen der Umplatzierung sind insbesondere folgende vermögenswerte Zuwendungen und Leistungen der Gesellschaft zu Gunsten des verkaufenden Aktionärs zu nennen.⁶⁴

- *Abgabe von vertraglichen Gewährleistungen und Haftungsfreistellungen* im Übernahmevertrag zu Gunsten der Emissionsbanken.⁶⁵ Die gesetzlich angeordnete oder freiwillig übernommene Haftung für ein Risiko, das wirtschaftlich einen anderen trifft, stellt nach wirtschaftlicher Betrachtung eine Leistung an diesen dar. Eine unmittelbare Zuwendung aus dem Gesellschaftsvermögen ist nicht erforderlich.⁶⁶ Die Gesellschaft gibt typischerweise einen umfangreichen Katalog von Gewährleistungen/Garantien hinsichtlich der Verhältnisse der Gesellschaft ab. Dagegen wird die Haftung des verkaufenden Aktionärs und der Emissionsbanken vertraglich auf die von ihnen beigebrachten Informationen beschränkt. Der verkaufende Aktionär leistet üblicherweise grundsätzlich nur für den Titel an den zu verkaufenden Aktien Gewähr.
- *Erstellung des Prospekts:*⁶⁷ Von der Erstellung eines Prospekts profitiert der verkaufende Aktionär in mehrfacher Weise:

⁶¹ Siehe Punkt 2.3.3 („TelekomIII-Urteil des BGH“).

⁶² Vgl. *Kalss*, CFL 2011, 386, 389 ff; *M. Doralt/P. Doralt*, Entscheidungsanmerkung BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09, GesRZ 2011, 384, 388; ferner *Krämer/Gillessen/Kiefner*, Das „Telekom III“-Urteil des BGH – Risikozuweisung an der Schnittstelle von Aktien- und Kapitalmarktrecht, CFL 2011, 328, 343; Arbeitskreis zum „Deutschen Telekom III-Urteil“ des BGH, CFL 2011, 377, 379.

⁶³ *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht (2008) Rz 3/968, *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 52 Rz 12 und 56; *Artmann* in *Jabornegg/Strasser*, AktG⁵ (2011) § 52 Rz 10.

⁶⁴ So schon *Hlawati/M. Doralt*, in *Brandl/Kalss/Lucia/Oppitz/Saria*, Finanzierung über den Kapitalmarkt (2006) 282, 300 f; ferner *Kalss*, Anlegerinteressen (2001) 233.

⁶⁵ Siehe dazu BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09 Rz 15 ff mit ausführlicher Begründung und weiteren Nachweisen zur deutschen Literatur; ferner *M. Doralt/P. Doralt*, Entscheidungsanmerkung BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09, GesRZ 2011, 384, 388; *Hlawati/M. Doralt*, in *Brandl/Kalss/Lucia/Oppitz/Saria*, Finanzierung über den Kapitalmarkt (2006) 282, 300 f; ferner *Kalss*, Anlegerinteressen (2001) 233.

⁶⁶ BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09 Rz 16.

⁶⁷ Vgl. BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09 Rz 26.

- Zunächst ist bereits die *Prospekterstellung* selbst eine Leistung des Emittenten zu Gunsten des verkaufenden Aktionärs. Die Prospekterstellung verursacht Kosten in erheblicher Größenordnung: Die Prospekterstellung kann in erheblichem Maß Ressourcen der Gesellschaft binden. Es ist ein großes Team erforderlich, welches sich regelmäßig aus Führungskräften aus sämtlichen Unternehmensbereichen (Finanzabteilung, Rechtsabteilung, technische Bereiche, Umwelt- und Compliance-Experten, Investor-Relations) zusammensetzt. Die erforderliche Due Diligence verursacht Personalbedarf und Kosten, insbesondere wenn elektronische Datenräume eingerichtet werden. Durch die Arbeitsbelastung der Mitarbeiter entstehen Opportunitätskosten, die nicht unmittelbar zu Zahlungen führen, aber eine Leistung darstellen. Ohne externe Ressourcen und externes *Know-how* ist die Prospekterstellung tatsächlich kaum möglich. Schon aus Haftungsgründen werden nicht nur Anwälte auf Seiten der Emissionsbanken, sondern auch auf Seiten der Emittentin eingeschaltet. Externe Kosten sind dabei grundsätzlich bezifferbar und können auch weiterverrechnet werden.
- Unterfertigung des Prospekts und damit *Übernahme des Haftungsrisikos*: Mit Unterfertigung des Prospekts übernimmt die Gesellschaft ein Haftungsrisiko gegenüber den Anlegern. Auch hierin kann ein vermögenswerter Vorteil für den verkaufenden Aktionär liegen.
- Eingehen des *Risikos von Rechtsstreitigkeiten* im Zusammenhang mit dem Prospekt: Das Risiko der Gesellschaft besteht selbst bei fehlerfreiem Prospekt, da sie idR selbst dann Aufwendungen aus einer Verteidigung hat, wenn die Ansprüche ungerechtfertigt sind.
- *Reputationsrisiko*: Der Gesellschaft entstehen bei einem (potenziellen) Prospekthaftungsverfahren in jedem Fall Kosten, um Gerüchten und Spekulationen entgegenzutreten und einen möglichen Reputationsschaden abzuwehren bzw. auszugleichen.
- *Übernahme der Platzierungsprovision*: Die Platzierungsprovision (*Placement Fee*) ist das Entgelt der emissionsbegleitenden Banken für die Abwicklung der Platzierung und gegebenenfalls der Platzierungsgarantie. Diese berechnet sich üblicherweise in einem Prozentsatz des Platzierungserlöses. Sie stellt einen herausragenden Kostenblock bei der Umplatzierung dar. Die Höhe der Platzierungsprovision kann von Emittenten zu Emittenten stark variieren.⁶⁸
- *Übernahme sonstiger Kosten der Umplatzierung*: Die Emissionsbank benötigt ebenso wie die Gesellschaft umfangreiche nationale und internationale Beratung, insbesondere durch Rechtsanwälte und Wirtschaftsprüfer. *Legal Opinions* ausgewiesener Rechtsexperten und *Comfort Letter* der Wirtschaftsprüfer sind in den verschiedensten Phasen der Emission erforderlich. *Comfort Letter* werden üblicherweise eigens versichert, wofür regelmäßig beträchtliche Versicherungsprämien fällig sind. Darüber hinaus sind Werbekampagnen, Prospektdruck und Roadshows kostenintensiv.⁶⁹

⁶⁸ Weiterführend *Möllers/Puhle*, ZBB 2011, 212 ff.

⁶⁹ Die Kosten der Platzierung (inklusive Platzierungsprovision) sind üblicherweise erheblich (vgl. nur Umplatzierungskosten beim III. Börsengang der Telekom in der Höhe von etwa 835 Mio €, das entspricht ca. 6,4% des Emissionserlöses).

2.3.2. Wirtschaftliche Interessen – Betriebliche Rechtfertigung

Der Emittent hat in der Regel vielfältige Interessen an der Umplatzierung, die die Kosten- und Risikoübernahme rechtfertigen können. Schon vor der Judikatur zu Sicherheitenbestellung zugunsten eines Gesellschafters durch die Gesellschaft anerkannte die herrschende Lehre eine betriebliche Rechtfertigung für eine Umplatzierung.⁷⁰ Nach der gesicherten Rechtsprechung zur Sicherheitenbestellung⁷¹ muss dies umso mehr gelten. Eine Meinung sieht unter Bezugnahme auf die deutsche Literatur und Judikatur die Interessen der Gesellschaft an der Umplatzierung und die sonstigen Interessen als zu wenig konkret, um als Ausgleich anerkannt zu werden.⁷² Dabei differenziert sie unrichtigerweise nicht entsprechend der Unterschiede zwischen der österreichischen und deutschen Rechtslage.

Die komplexen Interessenlagen der Gesellschaft sind im Einzelfall genau zu prüfen. Als Rechtfertigungsgründe werden unter anderem anerkannt:⁷³

- die Erhöhung des sogenannten Free Floats und damit der Liquidität der Aktien, was sich regelmäßig günstig auf den Kurs auswirkt;
- der Zugang zum Kapitalmarkt und damit zu günstigeren Finanzierungsmöglichkeiten;
- Werbewirkung, Erhöhung des Bekanntheitsgrads, Marktpräsenz und gesteigerte Öffentlichkeit durch das öffentliche Angebot;
- Erlangung der Unabhängigkeit von einem beherrschenden Aktionär; insbesondere Erlangung der Unabhängigkeit vom Staat (Privatisierung);
- Verbreiterung der Aktionärsstruktur und Streuung, damit unter Umständen der Erhalt der Unternehmenseinheit und Selbstständigkeit (anstatt Verkauf an den bestbietenden Strategen oder Finanzinvestor);
- Bereinigung der Aktionärsstruktur, etwa durch Entfall von Stimmbindungssyndikaten; und
- die Kurssteigerung durch Wegfall der staatlichen Mehrheit oder Sperrminorität bei Privatisierungen.

⁷⁰ So schon *Kalss*, Anlegerinteressen (2001) 223: „Die Haftung ist unter dem Blickpunkt des Gesellschafterschutzes mit dem Verbot der Einlagenrückgewähr vereinbar, wenn die Gesellschaft zumindest auch ein Interesse an der Umplatzierung – insbesondere durch die Kapitalmarktöffnung, Verbreiterung der Aktionärsstruktur, Marktpräsenz oder gesteigerte Öffentlichkeit – hat, womit der mögliche Kapitalabfluss gerechtfertigt werden kann.“; ebenso *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005) § 9 Rz 40; aA *Reich-Rohrwig*, Grundsatzfragen der Kapitalerhaltung bei der AG, GmbH sowie GmbH & Co KG (2004) 371, vgl Punkt 2.1.5. („Kapitalerhaltung – Verbot der Einlagenrückgewähr“).

⁷¹ OGH 1.12.2005, 6 Ob 271/05d, *Karollus*, ÖBA 2006, 293; OGH 5.8.2009, 9 Ob 25/08d, *Bollenberger*, ÖBA 2010, 540; OGH 29.9.2010, 7 Ob 35/10p, *Bollenberger/Kellner*, ÖBA 2011, 195, *Karollus*, GesRZ 2011, 110.

⁷² *Artmann* in *Jabornegg/Strasser*, AktG⁵ (2011) § 52 Rz 17a unter Bezugnahme auf die deutsche Literatur und Judikatur.

⁷³ *Hlawati/M. Doralt*, in *Brandl/Kalss/Lucia/Oppitz/Saria*, Finanzierung über den Kapitalmarkt (2006) 282, 302 f.

Darüber hinaus werden noch folgende weitere Gründe angeführt.⁷⁴

- Die Einbeziehung in den Leitindex ATX und die Unterwerfung als ATX-Unternehmen unter erhöhte Transparenzvorschriften verbessern die Attraktivität der Aktien der Gesellschaft als Anlageobjekt.
- Die Liquidität der Aktien der Gesellschaft (Umsatzhäufigkeit) zieht typischerweise eine erhöhte Nachfrage der Investoren nach sich.
- Breitere „*Research Coverage*“ der einschlägig tätigen Finanzanalysten und Rating-Agenturen, was die Aufmerksamkeit der nationalen und internationalen Investoren erhöht. Damit wird bereits wegen der vertieften Information der Zugang zum internationalen Eigen- und Fremdkapitalmarkt oder einzelbezogener Projektfinanzierung erleichtert. Dies lässt angesichts der deutlich besseren Ausgangslage für die Gesellschaft günstigere Finanzierungsbedingungen erwarten.
- Die erhöhte Streuung und die Aussicht auf den deutlich erleichterten Zugang zum Eigen- und Fremdkapitalmarkt führen zu einer besseren und günstigeren Absicherung und Planbarkeit der laufenden Investitionsprogramme an verschiedenen Standorten der Gesellschaft.

Aus unserer Beratungspraxis sind noch folgende weitere Rechtfertigungsgründe zu nennen:

- Abbau eines Aktienüberhangs (*Overhang*): Sobald im Markt bekannt wird, dass ein Aktienpaket auf den Markt kommt, wirkt sich das potenziell negativ auf den Kurs der Aktie aus. Mögliche Fallkonstellationen, in welchen der Öffentlichkeit die zu erwartende Veräußerung bekannt wird, sind beispielsweise ein Privatisierungsauftrag über eine staatliche Beteiligung, ein fixierter Zeitpunkt zur Auflösung eines (Familien-)Syndikats oder die Umbuchung der Beteiligung in der Bilanz des bisherigen Aktionärs vom Anlagevermögen in das Umlaufvermögen, wodurch die Verkaufsabsicht ersichtlich wird. Die Gesellschaft hat ein erhebliches Interesse daran, den Zustand des *Overhangs*, der auf den Kurs drückt, zu beenden.
- Breite Streuung versus neuer Großaktionär: Die Gesellschaft hat oft nicht die Möglichkeit mitzubestimmen, an wen ein verkaufswilliger Großaktionär sein Paket abgibt. Die Umplatzierung über die Börse wird in der Regel dem Unternehmensinteresse eher entsprechen als die Alternative des Paketverkaufs, dh der Veräußerung eines großen Aktienpakets an einen einzelnen Erwerber. Einzelne Großinvestoren verfolgen typischerweise ein strategisches Interesse, das nicht mit dem Unternehmensinteresse korrelieren muss. Darüber hinaus bleibt die Abhängigkeit von einem Großaktionär erhalten.

Aus der Auflistung ergibt sich, dass der Emittent durchaus quantifizierbare wirtschaftliche Interessen an der Umplatzierung haben kann. Diese können sich in unmittelbar vermögenswerte Vorteile konkretisieren, die – zumindest teilweise – konkret und bezifferbar sind.

⁷⁴ Kalss, CFL 2011, 386, 389 f.

Für die Beurteilung der Interessenlage kommt es auch darauf an, ob die Initiative der Umplatzierung von der Gesellschaft oder dem verkaufenden Aktionär ausgeht, dh wer die Umplatzierung veranlasst hat. Die Veranlassung durch die Gesellschaft spricht für das Vorliegen wesentlicher wirtschaftlicher Interessen und hat damit Indizwirkung für das Vorliegen von Rechtfertigungsgründen. Bei einer gemischten Umplatzierung, bei der der Gesellschaft der größere Teil des Platzierungserlöses zufließt, dh die Umplatzierung näher einer reinen Kapitalerhöhung steht als einer reinen Umplatzierung, ist zu vermuten, dass die Veranlassung von der Gesellschaft ausgeht.⁷⁵

2.3.3. „Telekom III“-Urteil des BGH

In der weitreichenden Entscheidung „Telekom III“⁷⁶ hat der BGH – entgegen der gegenteiligen Ansicht des Instanzengerichts⁷⁷ – die in der internationalen Emissionspraxis übliche Übernahme des Prospekthaftungsrisikos durch die Gesellschaft bei der Umplatzierung als verbotene Einlagenrückgewähr qualifiziert, wenn der verkaufende Aktionär die Gesellschaft nicht von der Prospekthaftung freistellt. Ein Eigeninteresse der Gesellschaft an der Umplatzierung der bestehenden Aktien – wie es nach der Feststellung des Instanzengerichts vorlag⁷⁸ – oder nicht bezifferbare Vorteile bilden nach Ansicht des BGH nach der maßgeblichen bilanziellen Betrachtungsweise keine ausreichende Kompensation für die Übernahme des Prospekthaftungsrisikos.⁷⁹ Der BGH verlangt konkrete bilanziell messbare Vorteile, die die Übernahme der Prospekthaftung ausgleichen können.⁸⁰ Damit übergeht der BGH die differenzierteren Ansichten eines Großteils der deutschen Lehre⁸¹ und weist den liberaleren Standpunkt des Instanzengerichts⁸² zurück. Entgegen der Ansicht des Instanzengerichts lässt der BGH die Eigeninteressen der Telekom, nämlich im Wesentlichen die Entflechtung von der France Telecom, die Präsenz auf dem US-Kapitalmarkt, die breite Streuung der Aktien sowie die Fortsetzung der Privatisierung, nicht als ausreichende Kompensation für die Übernahme der Prospekthaftung genügen. Diese oder sonstige nicht bezifferbare Vorteile stellen nach der Ansicht des BGH

⁷⁵ Weiterführender Arbeitskreis zum „Deutschen Telekom-III-Urteil“ des BGH, CFL 2011, 377, 379; vgl die undifferenzierte Feststellung des BGH, BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09 Rz 17.

⁷⁶ BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09, NZG 2011, 829, NJW 37/2011, 2719, BB 2011, 2059.

⁷⁷ OLG Köln 28.5.2009 – 18 U 108/07, ZIP 2009, 1276, AG 2009, 584, NZG 2009, 951.

⁷⁸ OLG Köln 28.5.2009 – 18 U 108/07 Rz 71 ff.

⁷⁹ BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09 Rz 25; vgl ferner BGH 1.12.2008 – II ZR 102/07 Rz 12, NZG 2009, 107, NJW 2009, 850; BB 2009, 118.

⁸⁰ BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09 Rz 26.

⁸¹ Vgl *Fleischer*, ZIP 2007, 1969, 1974 ff; *Fleischer* in *K. Schmidt/Lutter*, AktG² (2010) § 57 Rz 26; *Henze* in *GroßKomm*⁴ (2008) § 57 Rz 56; *Meyer* in *Marscher-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG² (2009) § 7 Rz 21 und § 8 Rz 156, *Cahn/von Spannenberg* in *Spindler/Stilz*, AktG² (2010) § 57 Rz 40; *Heider* in *FS-Sigle* (2000), 251, 264 ff; *Haag* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt² (2008) § 23 Rz 62; *Groß*, Kapitalmarktrecht⁴ (2009) §§ 44, 45 BörseG Rz 22a; *Heidelberg* in *Schwark*, Kapitalmarktrechtskommentar³ (2010) § 30 BörseG Rz 59; *Hoffmann-Becking* in *FS-Lieberknecht* (1997) 25, 37.

⁸² OLG Köln 28.5.2009 – 18 U 108/07, ZIP 2009, 1276, AG 2009, 584, NZG 2009, 951; dazu *Schäfer*, ZIP 2010, 1877; *Wackerbarth*, WM 2011, 193; *Podewils*, NZG 2009, 1101; *Schlitt*, CFL 2010, 304.

nach der maßgeblichen bilanziellen Betrachtungsweise keine ausreichende Kompensation für die Übernahme des Haftungsrisikos dar. Der BGH hält fest, dass die Übernahme der Prospekthaftung als Vermögenszuwendung an den verkaufenden Aktionär grundsätzlich nur durch eine Freistellungsvereinbarung ausgeglichen werden kann.⁸³ Der BGH führt aus, dass eine Einlagenrückgewähr nicht vorliegt, wenn die Leistung der Gesellschaft an den Aktionär durch eine gleichwertige Gegenleistung des Aktionärs ausgeglichen wird und bezieht sich dabei ausdrücklich auf § 57 Abs 1 dritter Satz dAktG idF des MoMiG,⁸⁴ der nunmehr explizit einen vollwertigen Gegenleistungs- oder Rückgewährungsanspruch vorsieht.⁸⁵

2.3.4. Einlagenrückgewähr – Unterschiede der deutschen und österreichischen Rechtslage

Die Einlagenrückgewähr als Kernelement der Kapitalerhaltung war bis zur Novellierung des § 57 dAktG, der korrespondierenden Bestimmung zu § 52 AktG, durch das MoMiG nach deutscher und österreichischer Rechtslage im Wesentlichen gleich geregelt.⁸⁶ Das MoMiG wird als Konsequenz auf die vom BGH verfolgte Rechtsprechung, den Kapitalerhaltungsschutz auszubauen, gesehen.⁸⁷ Der deutsche Gesetzgeber hat auf die deutsche Rechtsprechung reagiert und in § 57 Abs 1 dritter Satz zweite Alternative dAktG statuiert, dass eine Einlagenrückgewähr nicht vorliegt, sofern eine vollwertige Gegenleistung oder ein Rückgewährungsanspruch gegen den Aktionär gegeben ist. Daraus ergibt sich die bilanzielle Betrachtungsweise des BGH.⁸⁸ Dieser geht davon aus, dass der Vorteil konkret genug ist und derart bezifferbar, dass er in der Bilanz einstellbar ist. Diese Ansicht des deutschen Höchstgerichts ist insbesondere in der österreichischen Praxis von großer Bedeutung, engt sie doch die derzeit herrschende Meinung zur betrieblichen Rechtfertigung⁸⁹ erheblich ein. Die herrschende deutsche Lehre vertritt hingegen (insbesondere ausdrücklich nach der BGH Entscheidung), dass § 57 Abs 1 dAktG keinen „bilanzierbaren“ Vorteil verlangt. Ausreichend soll vielmehr ein konkreter und bezifferbarer Vorteil sein.⁹⁰ Es soll darauf ankommen, ob ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter das Geschäft zu den vereinbarten Bedingungen abgeschlossen hätte. Die Bilanzierbarkeit der Gegenleistung, die der Aktionär für die Leistung der Gesellschaft erbringt, soll nicht beachtlich sein.⁹¹ Unabhängig davon, ob man dieser Rechtsansicht folgt oder nicht, hat der BGH nun mal im konkreten Einzelfall auf die

⁸³ BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09 Rz 25 f.

⁸⁴ Deutsches BGB I Nr. 48, S. 2026 vom 28.10.2008, Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG).

⁸⁵ BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09 Rz 24.

⁸⁶ Vgl. *Doralt/Winner* in MünchKomm AktG³ (2008) § 57 Rz 250 f; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 52 Rz 8 und 23 Fn 129.

⁸⁷ *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 52 Rz 8.

⁸⁸ BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09 Rz 24, vgl. Punkt 2.1.5.

⁸⁹ Vgl. Punkt 2.1.5. („Kapitalerhaltung – Verbot der Einlagenrückgewähr“).

⁹⁰ Arbeitskreis zum „Deutschen Telekom III-Urteil“ des BGH, CFL 2011, 377, 378; ferner *Fleischer/Thaten*, NZG 2011, 1081, 1083; *Krämer/Gillessen/Kiefner*, CFL 2011, 328, 330.

⁹¹ Arbeitskreis zum „Deutschen Telekom III-Urteil“ des BGH, CFL 2011, 377, 378.

Bilanzierbarkeit abgestellt, was in der Wissenschaft und Beratungspraxis für weitreichende Diskussion sorgt.⁹² Diese rührt daher, dass ein allgemeines Tatbestandsmerkmal der Bilanzierbarkeit des Vorteils die Kapitalerhaltungsvorschrift der Einlagenrückgewähr erheblich verschärfen würde und über den entschiedenen Einzelfall hinaus wohl nicht sachgerecht wäre. Die besonderen Sachverhaltselemente der BGH-Entscheidung sprechen dafür, dass die Entscheidung nicht per se allgemein zu übertragen ist, sondern differenziert ausgelegt werden muss.⁹³

Der österreichische Gesetzgeber ist dem deutschen Beispiel (bisher) nicht gefolgt. Der OGH hat sich bisher weder an die deutsche Rechtsprechung, den Kapitalerhaltungsschutz auszubauen, angenähert noch ist eine entsprechende gesetzliche Grundlage derzeit gegeben. Nach der überwiegenden österreichischen Lehre sind aufgrund dieses Unterschieds die Ergebnisse und Wertungen der BGH Judikatur in dieser Hinsicht nicht zu übertragen.⁹⁴ Aufgrund der diskutierten Unterschiede zwischen der deutschen und österreichischen Rechtslage sprechen nach unserer Ansicht sehr gute Gründe dafür, dass der OGH seiner Judikaturlinie zu den Sicherheitenbestellungen⁹⁵ folgen würde und die betriebliche Rechtfertigung auch im Fall der Umplatzierung anerkennt.

2.3.5. Stufenmodell der Kosten- und Haftungsübernahme durch den verkaufenden Aktionär

Nach österreichischer Rechtslage ist daher davon auszugehen, dass die Haftungs- und/oder Kostenübernahme durch betriebliche Eigeninteressen gerechtfertigt werden kann.⁹⁶ Im Lichte der aktuellen BGH Judikatur ist ein strenger Maßstab gerechtfertigt.⁹⁷ Maßgeblich ist dabei die Gesamtschau auf den zu beurteilenden Sachverhalt. Die in der Literatur häufig diskutierte Frage der Prospekthaftung versus Einlagenrückgewähr im Rahmen der Umplatzierung ist auf sämtliche Leistungen der Gesellschaft an die Aktionäre zu erweitern.⁹⁸ Sachgerecht ist dabei die Differenzierung nach den Kosten, die im Rahmen der Durchführung entstehen, und der Übernahme der Prospekthaftung, somit eines Risikos. Im Ergebnis müssen sich die betrieblichen Interessen der Gesellschaft derart manifestieren, dass die Transaktion auch mit einem Außenstehenden abgeschlossen worden

⁹² Siehe nur Arbeitskreis zum „Deutschen Telekom III-Urteil“ des BGH, CFL 2011, 377.

⁹³ Siehe nur *Krämer/Gillessen/Kiefner*, CFL 2011, 328, 332 sowie die Aufforderung zur wissenschaftlichen Diskussion durch den Arbeitskreis zum „Deutschen Telekom III-Urteil“ des BGH, CFL 2011, 377.

⁹⁴ *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 52 Rz 9; *Kalss*, CFL 2011, 386, 389 f; *M. Doralt/P. Doralt*, Entscheidungsanmerkung BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09, GesRZ 2011, 387, 388, aA aber nicht differenzierend nach den vorliegenden Unterschieden der Rechtsordnungen *Artmann* in *Jabornegg/Strasser*, AktG⁵ (2011) § 52 Rz 17a.

⁹⁵ Siehe Punkt 2.1.5. („Kapitalerhaltung – Verbot der Einlagenrückgewähr“).

⁹⁶ Vgl Punkt 2.1.5. („Kapitalerhaltung – Verbot der Einlagenrückgewähr“) und 2.3.4. („Einlagenrückgewähr – Unterschiede der deutschen und österreichischen Rechtslage“).

⁹⁷ So auch *M. Doralt/P. Doralt*, Entscheidungsanmerkung BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09, GesRZ 2011, 387, 389; liberaler noch *Hlawati/M. Doralt*, in *Brandl/Kalss/Lucia/Oppitz/Saria*, Finanzierung am Kapitalmarkt (2006) 282, 287 ff.

⁹⁸ Siehe Punkt 2.3.1. („Mögliche Leistungen an den verkaufenden Aktionär“).

wäre (Drittvergleich). Generell gilt, dass, je mehr Leistungen der Gesellschaft durch drittvergleichsfähige Gegenleistungen des verkaufenden Aktionärs ausgeglichen werden, desto geringer kann das betriebliche Eigeninteressen der Gesellschaft wiegen kann, damit nicht gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr gemäß § 52 AktG verstoßen wird. Als mögliche Maßnahmen, die Leistungen der Gesellschaft an die Aktionäre zu kompensieren, sind zu nennen:

2.3.5.1. Kostenübernahme durch den verkaufenden Aktionär

Die Transaktionskosten umfassen typischerweise im Wesentlichen die Kosten für die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts sowie Werbemaßnahmen. Daneben sind die Platzierungsprovision sowie die Vergütung weiterer Berater (Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer) beachtlich.⁹⁹ Diese Kosten sind regelmäßig bezifferbar und können durch monetäre Leistungen des verkaufenden Aktionärs ausgeglichen werden.¹⁰⁰ Fraglich ist die Kostenzuordnung im Einzelnen insbesondere bei einer gemischten Platzierung.¹⁰¹ Viel spricht in diesem Fall für eine quotale Aufteilung der Transaktionskosten nach dem Verhältnis der platzierten Aktien.¹⁰²

2.3.5.2. Prospekthaftpflichtversicherung

In der Literatur wird die Übernahme des Prospekthaftungsrisikos durch eine Art Prospekthaftungsversicherung (nachgebildet aber entkoppelt von der D&O-Versicherung) vertreten und für zulässig gehalten, sofern die Versicherungsprämien vom verkaufenden Aktionär geleistet werden.¹⁰³ Eine Zahlung der Versicherungsprämie durch die Gesellschaft wäre wiederum vom Problembereich der Einlagenrückgewähr erfasst.¹⁰⁴ Die Versicherungswirtschaft zeigt zumindest in Deutschland erste Ansätze, auf eine solche Nachfrage zu reagieren.¹⁰⁵ Fraglich ist der nötige Deckungsumfang einer solchen Versicherung.¹⁰⁶ Die Zuwendung besteht im konkreten Fall der Übernahme der Prospekthaftung in der Übernahme eines Risikos, welches beziffert werden muss (geschätzt) und konsequenterweise die Versicherungspflicht deckelt.¹⁰⁷ Aus derzeitiger praktischer Sicht bietet

⁹⁹ Siehe Punkt 2.3.1. („Mögliche Leistungen an den verkaufenden Aktionär“).

¹⁰⁰ Damit wird ein nach außen kommunizierbares Zeichen gegen die „Selbstbedienungsmentalität“ mancher verkaufender Aktionäre bei einem Exit über die Börse gesetzt, was wohl eine gewisse Rolle für die strenge der „Telekom III“-Entscheidung gespielt haben mag, wurden doch die Kosten der Platzierung überwiegend von der Gesellschaft getragen (vgl. *M. Doralt/P. Doralt*, Entscheidungsanmerkung BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09, GesRZ 2011, 387, 390).

¹⁰¹ Weiterführend *Krämer/Gillessen/Kiefner*, CFL 2011, 328, 334 f; *Fleischer/Thaten*, NZG 2011, 1081, 1084.

¹⁰² So auch *M. Doralt/P. Doralt*, Entscheidungsanmerkung BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09, GesRZ 2011, 387, 389.

¹⁰³ *Fleischer/Thaten*, NZG 2011, 1081, 1084 FN 29 bis 31; *Krämer/Gillessen/Kiefner*, CFL 328, 338.

¹⁰⁴ Im „Telekom III“ Fall war eine D&O-Versicherung abgeschlossen, die 50 Mio € gedeckt hat. Die Versicherungsprämie wurde allerdings zu einem Großteil von der Deutschen Telekom und nicht vom verkaufenden Aktionär geleistet.

¹⁰⁵ *Fleischer/Thaten*, NZG 2011, 1081, 1084 FN 29; *Krämer/Gillessen/Kiefner*, CFL 328, 338 FN 86.

¹⁰⁶ Siehe dazu Arbeitskreis zum „Deutschen Telekom III-Urteil“ des BGH, CFL 2011, 377, 378 f.

¹⁰⁷ Vgl. zur möglichen Schätzung Arbeitskreis zum „Deutschen Telekom III-Urteil“ des BGH, CFL 2011, 377, 379.

die Versicherungswirtschaft kein ausgereiftes Produkt, welches für den verkaufenden Aktionär – im weitesten Sinne auch die Gesellschaft – interessant wäre. Ob neue Formen der Prospekthaftpflichtversicherungen entstehen, die praktisch keine Haftungslimits haben, und ob solche Produkte für verkaufende Aktionäre interessanter sind als eine Haftungsfreistellung zugunsten der Gesellschaft, ist zu bezweifeln. Die Erfahrung zeigt, dass Versicherungen ein solches Risiko nicht zu einer adäquaten Provision auf sich nehmen; unrealistisch ist dies mit Sicherheit bei Platzierungen in den USA.

Teilweise wird eine direkte Zahlung einer Art Avalprovision durch den verkaufenden Aktionär an die Gesellschaft als Gegenleistung (Risikoprämie) für diskussionswürdig und zulässig gehalten,¹⁰⁸ dh die Gesellschaft wäre versicherungstechnisch gesprochen Versicherer und Begünstigter in einer Person. Auch diese Variante scheint praktisch nicht möglich, solange es keine traditionelle Versicherung gibt, die ein entsprechendes Produkt anbietet, und dadurch keine drittvergleichsfähige Berechnungsbasis einer Risikoprämie gegeben ist.

2.3.5.3. Freistellungserklärung

In der österreichischen Emissionspraxis wurden bisher schon fallweise entsprechende Freistellungsklauseln des verkaufenden Aktionärs zugunsten der Gesellschaft in Übernahmeverträge eingebaut. Zwingend notwendig erscheint dies unseres Erachtens nach der österreichischen Rechtslage nicht, sofern durch betriebliche Interessen die Übernahme des Haftungsrisikos gerechtfertigt ist. Daraus ergibt sich, dass eine Beschränkung einer allfälligen Haftungsfreizeichnung auf grobe Fahrlässigkeit zulässig ist und regelmäßig auch mit dieser Begrenzung abgegeben wird, dh der verkaufende Aktionär hält die Gesellschaft schad- und klaglos, sofern die Gesellschaft die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des Prospekts nicht kannte oder infolge grober Fahrlässigkeit nicht gekannt hat.

2.3.6. Sorgfaltspflichten des Vorstands

Der Vorstand hat seine Entscheidung nach den Grundsätzen des pflichtgemäßen Vorstandshandels bei unklarer Rechtslage zu treffen. In diesem Fall wird dem Vorstand ein Handlungsspielraum zugebilligt, bei dessen Ausübung er Risiken und Chancen der Gesellschaft gegeneinander abwägen muss.¹⁰⁹ Für die Prüfung des Einzelfalls anhand der Transaktionsstruktur hat er sich dazu ausgewiesener Rechtsexperten zu bedienen. Nach österreichischer Rechtslage ist es auch nicht erforderlich, dass der Vorstand oder der Aufsichtsrat jedenfalls auf eine Freistellungserklärung des verkaufenden Aktionärs bestehen muss.¹¹⁰ Sowohl Aufsichtsrat als auch Vorstand werden gut beraten sein, den Entscheidungsprozess der Emissionsstruktur sehr sorgfältig zu dokumentieren und nachweislich sämtliche Vor- und Nachteile der geplanten Platzierung aufzuschlüsseln.¹¹¹ Der Vorstand

¹⁰⁸ *Fleischer/Thaten*, NZG 2011, 1081, 1084; *M. Doralt/P. Doralt*, Entscheidungsanmerkung BGH 31.5.2011 – II ZR 141/09, GesRZ 2011, 387, 388.

¹⁰⁹ *Hopt* in GroßKomm AktG⁴ (2008) § 93 Rz 99; *Mertens/Cahn* in KölnerKomm AktG³ (2010) § 93 Rz 38; *Fleischer* in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts (2006) § 7 Rz 19.

¹¹⁰ Ebenso differenzierend *Krämer/Gillessen/Kiefner*, CFL 2011, 328, 337.

¹¹¹ Vgl *Fleischer/Thaten*, NZG 2011, 1081, 1086; *Wink*, AG 2011, 569, 579.

hat nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen die Kosten, Risiken und den Nutzen der Gesellschaft möglichst konkret zu ermitteln. Dabei ist die Beziehung externer Sachverständiger geboten. Den Vorstand trifft die Beweislast für die betriebliche Rechtfertigung bei (zahlenmäßiger) Unausgeglichenheit.¹¹² Das allfällige persönliche Haftungsrisiko des einzelnen Vorstandsmitgliedes (*Management Letter*) kann durch eine entsprechende D&O-Versicherung abgedeckt werden.

3. Ergebnis

Die Grenzen des Verbots der Einlagenrückgewähr sind nach österreichischer und deutscher Rechtslage ähnlich, weichen jedoch im Detail voneinander ab. Die bilanzielle Betrachtungsweise des BGH im „*Telekom III*“-Urteil hängt mit einer abweichenden normativen Grundlage zusammen und ist daher nicht direkt auf die österreichische Rechtslage übertragbar. Nach österreichischer Rechtslage sind betriebliche Eigeninteressen als eigenständiger Rechtfertigungsgrund einer Einlagenrückgewähr anerkannt. Die betrieblichen Eigeninteressen der Gesellschaft müssen nicht zwingend konkret und bezifferbar sein. Der Gesetzgeber verlangt nicht die Feststellbarkeit quantitativer Werte oder die mathematische Gegenüberstellung von Leistungen und betrieblichen Eigeninteressen. Vielmehr ist insgesamt auf eine Güterabwägung abzustellen. Für die Beurteilung, ob gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstoßen wird, ist die Gesamtbetrachtung des konkreten Einzelfalls maßgeblich. Generell ist davon auszugehen, dass, je mehr Leistungen der Gesellschaft durch drittvergleichsfähige Gegenleistungen des verkaufenden Aktionärs ausgeglichen werden (Kostenübernahme), desto geringer kann das betriebliche Eigeninteresse der Gesellschaft wiegen, damit die Umplatzierung endgültig dem Anwendungsbereich des Verbots der Einlagenrückgewähr gemäß § 52 AktG entzogen ist.

Aufgrund unserer praktischen Erfahrung ist überdies festzuhalten, dass wesentlich mehr Fallkonstellationen zu beobachten waren, in welchen die Emittenten (Vorstände) aus verschiedensten Gründen im Gesellschaftsinteresse Umplatzierungen initiiert haben, als umgekehrt ein Großaktionär die Gesellschaft zwingen musste, seinen *Exit* über den Kapitalmarkt vorzubereiten. Daraus ergibt sich für uns ein klares Indiz der Interessenlage.

Die theoretische Diskussion, ob und welche möglichen betrieblichen Eigeninteressen der Gesellschaft vorliegen könnten, ist unbefriedigend, da nur der praktische Zugang im konkreten Einzelfall zeigt, wo diese tatsächlich liegen.

Waldemar Jud kombiniert Lehre und Theorie mit praktischer Erfahrung, die er aufgrund seiner langjährigen Aufsichtsratsstätigkeit sowie der Beratung von zahlreichen börsennotierten Gesellschaften besitzt, in eindrucksvoller Weise. Wir als Praktiker hoffen daher, dass dieser Beitrag bei ihm auf Interesse stößt.

¹¹² Vgl. *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² (2012) § 52 Rz 74 zur Sicherheitenbestellung.